

FINANÇAS

A GESTÃO DO RISCO CAMBIAL – O ESTUDO DE CASO DE UM GRUPO EMPRESARIAL PORTUGUÊS

Bruno Guerreiro Gomes Rafael

brunorafael85@gmail.com

Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Nuno Miguel Delicado Teixeira

nuno.teixeira@esce.ips.pt

Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

RESUMO

Este trabalho estuda a gestão do risco nos mercados internacionais, identificando, as suas tipologias e as técnicas de cobertura abordadas pela literatura. Empiricamente, realizou-se um estudo de caso sobre um grupo empresarial português internacionalizado, cuja sede tem um volume de exportações acima dos 70%. Verificou-se que está exposto aos riscos do comércio internacional, e que não utiliza instrumentos financeiros para os cobrir, sendo o principal motivo a inexistência destes no seu mercado preferencial – Angola – onde detém uma filial. Apesar de estar sujeito ao risco cambial, o risco de crédito é o maior problema da atividade, devido aos atrasos nos recebimentos dos clientes internacionais. Para além, da utilização de técnicas de cobertura, o grupo poderá expandir o seu negócio para mercados com baixa correlação com os actuais, diminuindo o risco através da presença em países com maior disponibilidade financeira que libertem fundos para os mercados que exijam maior investimento.

ABSTRACT

This paper studies the risk management in international markets, identifying their types and hedging techniques discussed in the literature. Empirically, we performed a case study about a Portuguese internationalized enterprise group, whose headquarters have an export volume of over 70%. It was found that is exposed to the risks of international trade, and does not use financial instruments to cover them, being the main reason the lack of these in their preferred market - Angola - where they have a branch. Despite being subject to foreign exchange risk, credit risk is the biggest problem of the activity due to delayed payments by international customers. In addition, the use of hedging techniques, the group can expand its business to markets with low correlation with the current markets, reducing the risk through the presence in countries with better financial availability to release funds to the markets that require greater investment.

PALAVRAS-CHAVE

Internacionalização, risco cambial, técnicas de cobertura, diversificação de mercados.

KEY WORDS:

Internationalization, foreign exchange risk, hedging technics, market diversification

INTRODUÇÃO

Nos dias de hoje, onde a globalização afecta todos os negócios, o risco está mais presente em qualquer tipo de atividade, sendo muito importante a sua gestão. Por um lado, a internacionalização das empresas para as inúmeras economias emergentes expõe os negócios a riscos inerentes aos países e mercados de destino e à maior complexidade logística das operações; por outro, a constante instabilidade cambial provoca alterações não só no valor das divisas, mas também, nas próprias taxas de juro dos diferentes mercados monetários, incrementando a incerteza relativamente ao valor das receitas e das obrigações com terceiros.

Assim, este trabalho de investigação tem como objetivo evidenciar como um grupo português com a atividade orientada para os mercados internacionais, poderá utilizar as técnicas de cobertura de risco cambial de modo a otimizar a criação de valor dos seus negócios.

Nesse sentido, a revisão de literatura irá incidir sobre o risco associado à estratégia de internacionalização, dando especial ênfase às fontes de risco no comércio tradicional e à importância das flutuações da taxa de câmbio nos negócios. Abordamos, também, a gestão do risco no comércio internacional, referindo as técnicas de cobertura das oscilações das taxas de câmbio.

Finalmente, através da realização de um estudo de caso num grupo empresarial que se situa atualmente entre os 20 maiores do sector das tecnologias de informação com exportações superiores a 70% do seu volume de negócios, pretendemos observar mais aprofundadamente como é realizada a gestão do risco no contexto empresarial nacional e, em simultâneo, propor um modelo de cobertura do risco de modo a otimizar a criação de valor da sua atividade. De salientar que, o período analisado refere-se aos três anos seguintes ao início do projecto de internacionalização, de forma a se observar o impacto no desempenho financeiro e as práticas de gestão do risco cambial, entretanto implementadas.

Relativamente à realização do estudo de caso, foi seguida a metodologia sugerida por Barañano (2004), ou seja, para além da consulta de diversos documentos internos, procurou-se triangular a informação através de entrevistas com um administrador e um director financeiro para se ter diferentes perspectivas e opiniões, de forma a minimizar a subjectividade de interpretação dos dados reunidos.

PARTE I – REVISÃO DA LITERATURA

1. O RISCO E A ESTRATÉGIA DE INTERNACIONALIZAÇÃO

Segundo Simões (1997) o processo de internacionalização apresenta bastante risco para os investidores, devendo ser no seu início normalmente dirigido a mercados mais acessíveis e menos exigentes, geograficamente e culturalmente mais próximos e com menor afectação de recursos. O modelo criado por Johansson e Vahlne (1977) inclui cinco etapas que deverão ser seguidas de forma a minimizar o risco no processo de internacionalização: exportação ocasional, exportação experimental, exportação regular, filial comercial e filial produtiva. Assim, as organizações ao passarem faseadamente pelas diversas etapas, permitem que o processo de internacionalização seja realizado de forma sustentada, adquirindo *know-how* e aumentando o risco adjacente ao negócio de forma gradual, o que favorece o desenvolvimento de técnicas de gestão do risco, a maximização do valor e o crescimento da organização. Smithson (1998) refere que a gestão do risco diminui a volatilidade dos *cash flows*, aumentando o seu valor devido à maior protecção a oscilações de taxas de juro, taxas de câmbio e preços de mercadorias. As empresas conseguem então manter o equilíbrio dos *cash flows*, não danificando assim a sua posição competitiva nem deteriorando o seu valor.

Os gestores, segundo Neves (2000), têm comportamentos distintos face ao risco, podendo ser avessos ao risco, indiferentes ao risco ou jogadores. Estes podem optar por uma política de não cobertura, política de cobertura sistemática ou política de cobertura selectiva. Campbell e Krakaw (1993) referem ainda que caso se opte pela cobertura do risco, deve-se avaliá-la posteriormente em forma de relatório, onde se analisa a *performance* da estratégia seguida, apurando os desvios resultantes da comparação entre o esperado e os acontecimentos verificados. Deve-se avaliar, também, as possíveis perdas e ganhos resultantes da não cobertura dos riscos que foram cobertos, com vista a uma melhoria contínua do desempenho. Assim, a cobertura do risco deve ter em conta o aperfeiçoamento das técnicas utilizadas como também a introdução de técnicas mais eficazes. Relativamente à sua tipologia, o risco pode ser dividido em sistemático e não sistemático. Segundo Ross *et al* (1995) os riscos sistemáticos são eventos inesperados que afectam quase todos os ativos, uma vez que se difundem por toda a economia, e por isso são chamados riscos de mercado, não podendo facilmente ser eliminados. Os riscos não sistemáticos são eventos inesperados mas que afectam apenas ativos isolados ou pequenos grupos de ativos, sendo normalmente denominados de riscos específicos. Uma diversificação perfeita dos ativos pode levar à eliminação do risco específico continuando apenas a existir exposição ao risco de mercado. É o chamado efeito de diversificação salientado por Markowitz (1952). O segredo está na realização de investimento em ativos pouco correlacionados ou com correlações negativas, aproveitando os seus comportamentos contrários (quando um valoriza o outro desvaloriza). Esta conjugação, permite que em cada perfil de risco assumido se optimize a rentabilidade.

2. OS TIPOS DE RISCO NO COMÉRCIO INTERNACIONAL

Segundo Boczko (2005) as fontes de risco no comércio internacional dividem-se em quatro categorias: **risco do país**, relacionado com os seus próprios actos governamentais, **risco de crédito**, associado à possibilidade

de não pagamento das dívidas dos clientes, **risco de propriedade**, inerente à possibilidade de perda ou dano dos bens localizados em países estrangeiros e **risco cambial**, provocado pela volatilidade da taxa de câmbio das moedas transacionadas. Neves (2000) refere, ainda, **risco de preço das mercadorias**, associado à volatilidade do valor das mercadorias ou matérias-primas e **risco das taxas de juro** relacionado com volatilidade das taxas de juro.

Já Briggs (1998) defende que, o risco do país pode-se dividir em **risco político** relacionado com as ações dos governos; **risco organizacional** relacionado com práticas e procedimentos correntes do país (corrupção, etc.); e **risco económico** associado ao ritmo de crescimento das economias e à balança de pagamentos resultante das transações reais e financeiras do país com o estrangeiro, ou seja, está bastante relacionado com a disponibilidade de moeda e o seu impacto nas variáveis económicas como as taxas de inflação, de juro e de câmbio. Existe, ainda, o **risco do comprador** que corresponde ao risco específico de determinada entidade parceira.

O risco cambial apresenta uma forte interdependência com os restantes tipos de risco, salientando-se a sua relação com o risco dos países, através da evolução das economias e o seu impacto nas taxas de inflação e de juro e, com o risco de crédito por via das oscilações monetárias que poderão colocar em causa, futuros fluxos financeiros (Alves *et al*, 2007). Por isso, no ponto seguinte iremos abordar detalhadamente o risco cambial.

3. RISCO CAMBIAL

Segundo Dhanani (2004), este risco consiste na incerteza face ao valor de um ativo ou passivo num período de tempo futuro, sempre que este esteja expresso numa outra moeda que não a utilizada por uma entidade. A volatilidade de uma determinada moeda, ou seja, as oscilações sofridas no seu valor, pode ser muito ou pouco acentuada, sendo isso que define o seu grau de incerteza. Existem moedas que apresentam valores máximos e mínimos bastante distantes do seu valor médio, assim como moedas em que as oscilações são menores. Os diferentes valores que podem assumir podem ser mais ou menos dispersos e as oscilações podem ser completamente aleatórias, como também existem casos de comportamentos mais sazonais. O comportamento dos mercados cambiais é, portanto, uma incerteza e a tendência das várias moedas é quase sempre imprevisível, sendo a sua próxima cotação uma incógnita.

Para Matos (1992) as taxas de câmbio são influenciadas por fatores de natureza económica e financeira, política, técnica e especulativa. Os primeiros serão os mais importantes numa perspetiva de longo prazo e contemplam a balança de pagamentos de um determinado país, a sua taxa de inflação, a sua situação orçamental e as suas taxas de juro. Os fatores de ordem política contemplam ocorrências governamentais com impactos nacionais e internacionais; os de ordem técnica são aqueles que têm efeitos a curto prazo e estão relacionados com a ocorrência de alterações regulamentares; finalmente, os fatores de natureza especulativa são também de curto prazo e têm origem nos movimentos dos agentes especuladores que utilizam os mercados como forma de aproveitar tendências favoráveis e desequilíbrios monetários para obter ganhos financeiros. Segundo o mesmo autor, estes quatro tipos de fatores influenciam o equilíbrio entre a oferta e a procura de divisas, originando oscilações nas suas cotações.

Para além disso, a taxa de câmbio e a taxa de juro estão intimamente relacionadas e têm uma correlação negativa entre si, ou seja, têm comportamentos contrários. As moedas fortes apresentam baixas taxas de juro, sendo que moedas mais fracas apresentam taxas de juro mais elevadas. Este fator justifica-se por razões económicas: quando o ritmo de crescimento é menor, as empresas têm tendência a subir os preços de forma a compensarem as menores quantidades vendidas, logo a taxa de inflação sobe o que tem impacto directo nas taxas de juro que, são também pressionadas a crescer de forma a continuar a ser atractivo aos investidores colocarem capital nas instituições financeiras; em simultâneo, as taxas de câmbio têm tendência a desvalorizar para compensar a subida dos preços internos junto dos clientes internacionais. Por outro lado, quando o ritmo de crescimento económico é positivo, a tendência é para que existam o mesmo tipo de relações entre as variáveis mas, em sentido inverso. Para o autor, obviamente que estas relações têm como última finalidade gerir a quantidade de moeda disponível no sistema financeiro, de modo a evitar rupturas ou excessos de tesouraria.

O risco cambial pode-se dividir, segundo Eitman *et al* (2001), em três tipos distintos. o risco de conversão, o risco de transação e o risco económico. O **risco de conversão** corresponde à diferença das taxas cambiais que têm impacto no Balanço e Demonstrações de Resultados (Rupeika, 2005), através das operações comerciais e financeiras realizadas em moedas estrangeiras e da consolidação de contas de subsidiárias no estrangeiro

(Dhanani, 2004). O risco associado à consolidação pode não ser gerido visto não ter impacto nos *cash flows* futuros. No entanto, aquando de desvalorizações sucessivas na moeda dos mercados onde se localizam as subsidiárias, as empresas mães poderão compensar as desvalorizações do seu património através negociação de financiamentos nessas moedas. Segundo Dhanani (2004), o **risco de transação** corresponde à conversão dos *cash flows* esperados em divisas estrangeiras, para moeda nacional e tem impacto directo na tesouraria. É a forma de risco cambial mais óbvia e facilmente identificável. Segundo Rupeika (2005) este baseia-se em actividades futuras e verifica-se na posição competitiva da empresa. Para Matos (1992) este existe a partir do momento em que se verifica uma transação comercial ou financeira com uma entidade estrangeira e esta, implique entradas ou saídas de moeda externa em prazos posteriores. Este pode ocorrer em compras ou vendas de bens e serviços em moeda estrangeira, empréstimos tomados ou aplicações de fundos efetuadas noutra divisa ou noutras transferências de fundos em moeda estrangeira, tais como dividendos ou *royalties*.

Segundo Porfírio (2001) em transações de natureza comercial, importador e exportador estão sujeitos ao risco em momentos distintos. Para o exportador o risco é aleatório no momento do orçamento, torna-se potencial no momento da decisão do preço e real com a aceitação da encomenda, mantendo-se até ao pagamento da dívida. Para o importador o risco é potencial no momento da oferta e torna-se real aquando da assinatura do contrato ou tomada de posse das mercadorias. Em operações financeiras este ocorre quando as operações de tesouraria se concretizam, ou seja, no momento da utilização dos fundos.

O **risco económico**, também designado por risco de exposição estratégica, resulta do negócio desenvolvido, da atratividade dos mercados explorados, mas também da influência dos outros mercados através da concorrência, dos custos de produção, dos preços de venda dos produtos e das flutuações das taxas de câmbio e de juro. Este risco pode englobar os outros dois tipos de risco cambial e, consiste na potencial perda de valor e na deterioração da posição competitiva a médio e longo prazo de uma empresa face à volatilidade das moedas estrangeiras nos mercados internacionais, que podem condicionar a sua margem comercial, seja pelo impacto nos preços de venda a praticar ou nos custos dos fatores de produção necessários à sua atividade (Rupeika, 2005).

Verifica-se assim, que o risco cambial condiciona bastante o sucesso empresarial. Nesse sentido, apresentamos nos pontos seguintes as técnicas que permitem cobrir o seu impacto na atividade.

4. TÉCNICAS DE COBERTURA DO RISCO CAMBIAL

A gestão do risco cambial, segundo Cavazos (2004) depende da materialidade da exposição, ou seja, os gestores têm uma atitude mais ativa em exposições cambiais de maior dimensão. Esta gestão poderá ser realizada segundo uma perspetiva descentralizada, onde os gestores assumem posições face ao risco, ou uma perspetiva centralizada, onde a gestão deverá ser efetuada por profissionais. Contudo, poderá ainda existir uma perspetiva intermédia onde a gestão do risco cambial é tratada em parceria pelos dois níveis de responsabilidade.

De modo a conhecer-se a posição cambial da empresa no presente ou para fins previsionais, Cavazos *et al* (2005) aponta como indispensável o balanço cambial e a projeção dos *cash-flows* por moedas, pois permitem saber quando e quais as posições que deverão ser cobertas, conhecer todas as posições existentes nas várias unidades de negócio da empresa, evitando duplas coberturas ou decisões opostas sobre as mesmas moedas, bem como conhecer, com base na experiência passada e previsões existentes, quais as moedas mais acertadas para a realização da faturação. Consoante o conhecimento adquirido e a evolução das situações externas à empresa, a estratégia deverá ser repensada de modo a ajustar a estratégia inicial às novas oportunidades ou ameaças.

As hipóteses de cobertura dos riscos são imensas e têm diferentes custos. Para Porfírio (2001) a necessidade de cobertura no curto-prazo poderá situar-se entre 60% a 100% quando o risco é elevado e poderá situar-se entre 0% e 50 % quando o risco é baixo. No longo prazo devem-se assegurar ativos em moedas fracas e passivos em moedas fortes e deixar a descoberto ativos em moedas fortes e passivos em moedas fracas. As formas de cobertura podem ainda cobrir posições parciais ou posições na sua totalidade.

Segundo o mesmo autor, é possível diminuir o risco cambial recorrendo essencialmente à forma de gestão da empresa e utilizando técnicas internas de cobertura. Estas são as que têm menores custos para as empresas pois são métodos utilizados que apenas recorrem a meios próprios. Podem subdividir-se em técnicas internas relativas a posições já existentes e relativas a posições futuras. Relativamente às primeiras é possível utilizar

o **pagamento antecipado** que consiste em antecipar um pagamento que deveria ser realizado numa data posterior por parte de uma entidade importadora, quando ocorre uma situação em que existe a previsão de valorização da moeda associada ao pagamento em questão. Esta técnica é compensatória quando a previsão do ganho associado à diferença cambial relativa à antecipação do pagamento seja superior ao custo de um eventual financiamento ou, em alternativa, se houver disponibilidade de fundos, superior à possível remuneração recebida, associada a uma aplicação financeira desde a data efetiva do pagamento até à data prevista inicialmente.

Outra técnica interna relativa a posições presentes é a técnica de **“leading and lagging”** que envolve a alteração de datas de pagamento e recebimento com o objetivo de beneficiar com as apreciações e depreciações das moedas envolvidas. Abor (2005) define a estratégia “lead” para a tentativa de antecipação das cobranças de valores a receber quando se espera que as moedas envolvidas sofram depreciações, bem como da antecipação dos pagamentos quando se espera uma valorização da moeda estrangeira; relativamente à estratégia “lag” tem como objetivo atrasar as cobranças de valores a receber quando existe a previsão que a moeda associada valorize, bem como o atraso dos pagamentos quando se espera que a moeda vá sofrer uma desvalorização.

A última técnica interna relativa a posições existentes é a **compensação** que segundo Abor (2005) consiste na tentativa de compensar valores a pagar e a receber nas mesmas moedas com o mesmo parceiro e em datas coincidentes com o objetivo de diminuir a exposição ao risco cambial e ainda reduzir custos relativos às transferências de fundos. Este tipo de técnica implica uma gestão eficaz de tesouraria, moeda a moeda, e é bastante utilizado em empresas multinacionais.

Quanto às técnicas internas relativas a posições futuras destaca-se, segundo Isacsson *et al* (2003) a **escolha da moeda de faturação**. Dependendo da capacidade negocial da empresa, este é um fator bastante importante, sendo que seria ideal conseguir faturar sempre na moeda nacional, estando sempre eliminado o risco cambial. Tendo que faturar em moeda estrangeira devem ser utilizadas moedas atualmente ou potencialmente fortes. No caso do importador, deve tentar negociar em moedas com tendência a desvalorizar. Em empresas do mesmo grupo esta técnica permite obter poupanças fiscais jogando com ganhos e perdas cambiais, influenciando assim resultados em empresas de diferentes países.

A **diversificação de divisas** é outra técnica de gestão do risco cambial que consiste em alargar o leque de moedas transacionadas, evitando a dependência de uma divisa. Brealey e Myers (1998) apontam a adoção de uma estratégia de diversificação de ativos como forma de assegurar uma rentabilidade atrativa e em simultâneo uma diminuição do risco. O principal foco da diversificação é a escolha de divisas que apresentem correlações reduzidas ou negativas, ou seja, não tenham comportamentos semelhantes, indo ao encontro dos princípios da teoria do portfólio de Markowitz. Deste modo as perdas relativas a variações negativas no valor de uma divisa podem ser compensadas por ganhos inerentes a evoluções positivas noutra divisa, reduzindo o risco com a redução da variabilidade da rentabilidade associada às operações realizadas em moedas estrangeiras.

Poderão também ser utilizadas, segundo Peynot (1987), **ações sobre os preços de venda** que consistem no aumento do preço de produtos ou serviços prestados com o fim de compensar as depreciações da moeda prevista no caso do exportador, ou a tentativa de negociar um preço mais baixo por parte do importador caso este preveja uma possível perda cambial.

O autor refere ainda técnicas de **ações sobre o ativo e passivo** para evitar perdas de conversão no processo contabilístico de reconhecimento dos valores em moeda estrangeira. O objetivo é reduzir valores ativos e aumentar valores passivos expressos em moedas com tendência a desvalorizar e o procedimento contrário para moedas em que se preveja a sua apreciação.

Embora as técnicas internas sejam comuns, normalmente não são suficientes para uma gestão eficaz do risco cambial. Por isso, é necessário recorrer a técnicas externas para cobrir situações mais complexas que surgem nos mercados internacionais. Numa gestão de risco ideal haveria o uso das técnicas internas de cobertura para expor o menos possível a empresa ao risco cambial a um custo baixo, sendo que nos casos mais complexos e de maior exposição seriam então utilizadas as técnicas externas mais adequadas à situação. No uso de técnicas externas de gestão do risco cambial é necessário ter um especial cuidado com os custos de cobertura, uma vez que poderão ser por vezes maiores que as perdas cambiais provocadas pela não cobertura. Assim, é necessário encontrar o equilíbrio entre os custos da cobertura e o risco cambial (Motta, 1998).

Matos (1992), menciona várias técnicas externas disponíveis no mercado. O **desconto de pronto pagamento** consiste no pagamento logo que sejam enviados os produtos ou prestados os serviços, consoante um desconto na fatura. Com esta técnica a compra e venda de divisas é feita nos mercados à vista no momento não ficando sujeito ao risco da oscilação dos mercados e consequente variação das taxas de câmbio. No caso do importador esta técnica requer capacidade de tesouraria ou capacidade de contratar empréstimos. Neste último caso, seria necessário suportar custos de financiamento que deveriam ser inferiores aos ganhos cambiais mais o rendimento proveniente do desconto. Relativamente ao exportador, a negociação do desconto deverá permitir um ganho cambial e uma eventual aplicação do dinheiro recebido que compense o custo financeiro associado.

O **Contrato *forward***, segundo Cavazos (2004), permite fixar o câmbio entre duas moedas para uma data futura conhecida, garantindo assim no momento atual montante a pagar ou a receber independente do comportamento dos mercados. Esta técnica é uma das formas mais tradicionais e mais comuns na gestão do risco cambial, permitindo de forma segura saber o valor exato dos fluxos financeiros em moeda estrangeira numa data futura. Segundo Abor (2005) as empresas ficarão parcialmente protegidas de eventuais perdas e conhecerão com exatidão e com antecedência o montante a receber ou a pagar no futuro, permitindo uma melhor gestão de tesouraria. Geralmente, esta técnica é usada quando as datas das transações e os montantes estão bem determinados. Contudo, poderá ser negociada uma *forward option* que permite fixar o câmbio para uma data suficientemente longínqua quando a data da transação não está bem definida e efetuar a conversão na data em que acontece a transação desde que esta não ultrapasse a data limite fixada no contrato.

A técnica de **arbitragem de posições a prazo** permite fazer a arbitragem entre uma posição curta ou devedora e uma posição longa ou credora de duas moedas estrangeiras diferentes (Matos, 1992). Uma empresa que tenha a receber um montante em moeda estrangeira X a três meses e tenha a pagar um montante em moeda estrangeira Y a seis meses, poderá comprar a prazo a três meses a moeda estrangeira Y em contrapartida da moeda X, utilizando os contratos *forward* explicados anteriormente, permitindo eliminar o risco cambial referente a mais que uma moeda com a mesma operação.

O **adiantamento de divisas**, segundo Abor (2005), permite a uma empresa exportadora receber antecipadamente um valor em moeda estrangeira convertendo-o em moeda nacional logo que sejam expedidas as mercadorias e não apenas na data do pagamento do cliente, eliminando grande parte do risco cambial. Esta técnica baseia-se num pedido de financiamento a curto prazo na moeda da operação comercial, cujo montante será pago assim que o cliente liquide a respetiva obrigação para com a empresa. Assim, o montante recebido em moeda estrangeira será enviado à instituição financiadora que exigirá o pagamento de juros na mesma moeda. O montante relativo aos juros será o único valor sujeito ao risco cambial, caso ultrapasse o valor recebido do cliente.

A técnica de ***matching*** permite fazer encontros entre montantes a pagar e a receber em várias moedas estrangeiras. Segundo Dhanani (2004), o princípio desta técnica é encontrar entradas e saídas de montantes em datas coincidentes ou próximas na mesma moeda estrangeira, evitando perdas cambiais associadas a conversões. Esta técnica exige um rigoroso controlo da situação de tesouraria atual e previsional, moeda a moeda e permite eliminar muito do risco cambial associado às transações em divisas reduzindo as perdas cambiais. O excedente do montante conciliado num *matching* de uma moeda poderá ser convertido através de *forwards*, eliminando também o risco cambial das importâncias a descoberto.

Segundo Porfírio (2003), ***Swap de divisas*** consiste na troca entre duas partes de um montante expresso numa divisa por outro montante equivalente expresso numa outra divisa com base numa taxa de câmbio pré-convencionada entre as partes. É uma transação entre duas partes cujas necessidades de divisas são complementares e tem geralmente uma instituição bancária como intermediário. Este tipo de técnica permite cobrir o risco cambial de empréstimos em moeda estrangeira, obter ainda vantagens associadas a taxas de juro mais baixas e ainda diversificar o endividamento. No vencimento de juros e das prestações de capital as duas entidades voltam a trocar fluxos de modo a eliminarem o risco cambial. Tal procedimento, também poderá ser realizado em operações de aplicações de fundos.

Os **contratos de futuros** permitem fixar numa data futura, uma taxa de câmbio pré-acordada. Segundo Bastardo (2011) para assegurar a liquidez, estes são sempre normalizados e transacionados em mercados próprios e permitem facilmente aos subscritores a alteração da sua posição assumindo a posição contrária à anterior. Existem duas partes envolvidas, comprador e vendedor e, uma câmara de compensação que controla as operações e assegura a existência de uma contrapartida. Segundo Abor (2005), as duas partes representadas através de corretores, normalmente instituições bancárias, depositam inicialmente na câmara compensatória uma margem inicial que ronda normalmente os 2,5% do valor total do contrato. Diariamente,

com a evolução das cotações, as duas partes do contrato terão evoluções contrárias, cabendo à câmara de compensação creditar ou debitar as contas dos corretores para repor a margem inicial. Visto este tipo de contrato ser padronizado nos montantes e nos vencimentos, normalmente não cobre perfeitamente as posições expostas, sendo necessário o uso de outros mecanismos de cobertura adicionais para efetuar uma cobertura total.

Os **contratos de Opções** segundo Black e Scholes (1973) permitem a negociação entre duas partes (comprador e vendedor) com o fim de fixarem uma taxa de câmbio e uma data para efetuar uma transação financeira (por exemplo, compra e venda de divisas). Apesar de terem clausulados relativamente *standard*, Cavazos (2004) afirma que o montante, o preço do exercício, o vencimento e o prémio são passíveis de negociação. Segundo Eitman *et al* (2001) existem contratos de opções de compra (*Call Options*) em que o comprador pretende comprar uma divisa, bem como contratos de opções de venda (*Put Options*) onde o comprador pretende vender uma divisa. Assim, o comprador de um contrato de opção tem sempre o direito de comprar ou vender um montante determinado expresso numa divisa ao vendedor do contrato pelo preço de exercício numa determinada data acordada. O comprador pagará ao vendedor do contrato um prémio para que ele tenha a obrigação de cumprir a sua parte do negócio. Este é o preço (prémio) a que o vendedor fica obrigado a comprar ou vender a divisa a uma taxa pré-acordada. Vendedores de contratos de opções estão por norma relacionados com especulação de mercado e não com gestão do risco cambial. Estes recorrem normalmente a este tipo de ferramenta financeira para ganhar o prémio do contrato.

Segundo Dhanani (2004) estes contratos dividem-se em opções americanas em que a decisão de compra ou venda por parte do comprador poderá se feita em qualquer momento até ao vencimento e em opções europeias onde a decisão apenas poderá ser tomada na data de vencimento do contrato. As opções americanas apresentam um maior risco para o vendedor visto que este poderá ter perdas maiores quando o comprador tem a opção de escolha do momento para potenciar os seus ganhos, sendo o prémio naturalmente maior. Uma opção, segundo Matos (1992) diz-se “*at the money*” sempre que o preço de exercício seja igual ao preço à vista na data de liquidação. Neste caso a perda do comprador será o valor do prémio pago ao vendedor. Quando o preço de exercício for inferior ao preço *spot* numa *Call Option* ou o acontecimento inverso relativamente a uma *Put Option*, então essa opção diz-se “*in-the-money*”, ou seja, existe um ganho na operação e a opção deverá ser exercida. O ganho total da operação será positivo se a diferença entre o preço de exercício e o preço *spot* for superior ao prémio pago ao vendedor do contrato. Caso a situação seja inversa à situação anterior então a opção diz-se “*out-of-the-money*” e a opção não deverá ser exercida, pois será mais benéfico negociar no mercado à vista.

Face às opções tradicionais, verifica-se que no mercado bancário português existem instrumentos financeiros disponíveis com algumas especificidades, tais como o ***forward plus*** que é um derivado do contrato de opções mas que, através de um limite previamente estabelecido, permite beneficiar de movimentações favoráveis do mercado. Elimina por completo o risco associado a movimentos desfavoráveis da taxa de câmbio, mantendo uma grande parte do benefício de um movimento favorável. O **cilindro** também é um derivado das opções mas com a particularidade de conferir ao cliente um câmbio mínimo e máximo numa data futura. Permite, assim, proteger de oscilações desfavoráveis da taxa de câmbio e, simultaneamente, garantir o benefício de uma movimentação favorável do câmbio.

Outra técnica externa de gestão do risco cambial bastante utilizada é o recurso à cobertura através de **contratos de seguros** contra o risco de câmbio, negociados com instituições especializadas, normalmente organismos governamentais. Este tipo de instrumento requer o pagamento de prémios de seguro e comissões que podem por vezes ser onerosos e dependem do risco inerente às divisas a segurar. Nalguns casos, as entidades governamentais não aceitam assumir riscos elevados, não sendo possível contratar seguros deste tipo. Este instrumento permite cobrir o risco cambial durante um período de tempo estabelecido e pode ter em referência montantes elevados.

PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO

5. O GRUPO EMPRESARIAL E O IMPACTO DA INTERNACIONALIZAÇÃO NO DESEMPENHO FINANCEIRO

O estudo de caso aplicado incide sobre um grupo económico empresarial português que atua na área dos sistemas e tecnologias de informação e cuja empresa mãe designaremos por TECNOLÓGICA, SA. Na primeira metade da década de 90 a empresa começa a dar os primeiros passos em Angola através da procura de parceiros comerciais. O principal objetivo foi salientar a importância das tecnologias de informação no

registo e localização da população, bem como na criação de infraestruturas de implementação do registo de propriedade.

Com o decorrer dos anos surgiu a necessidade de manter uma presença mais forte no território angolano, através de meios técnicos e humanos para assegurar a qualidade dos serviços prestados aos clientes, quer na negociação, venda, implementação e assistência. Com isto é criada em 2001 a empresa TECNOLÓGICA Angola, sua filial naquele mercado.

A casa mãe é responsável pelo planeamento estratégico, pela criação de competências e aquisição de tecnologias, sendo a sua filial em Angola responsável pela comercialização e divulgação no mercado. A assistência técnica e manutenção dos sistemas implementados nesse mercado são asseguradas por técnicos especializados formados na empresa mãe, uma vez que o nível de complexidade dos projetos não se adequa à competência dos recursos humanos nesse mercado. Na década passada começou a haver uma aposta mais forte em Angola na tentativa de aproveitar na plenitude as suas oportunidades decorrentes do forte crescimento da economia, tendo o grupo consolidado a sua internacionalização, através da realização do projeto relativo à elaboração do cartão de eleitor com dados biométricos, que se tornou uma referência mundial. Desse modo, houve um aumento nas economias de escala na sua filial em Angola, incrementando as infraestruturas, o recrutamento de mais pessoas, o investimento em formação, etc.

A aposta na internacionalização para o mercado angolano teve uma resposta imediata muito positiva. No quadriénio que antecedeu a internacionalização a empresa apresentava um volume de negócios médio entre os 6 e 7 milhões de euros, ao passo que no triénio seguinte, ou seja, após a internacionalização, este apresentou um aumento superior a 110% para valores a rondar os 14,5 milhões de euros. Com o crescimento da atividade, os resultados obtidos também sofreram um forte incremento. Nos três anos seguintes o resultado líquido acumulado atinge o notável valor de 5.141.929 EUR contra os 940.541 EUR no quadriénio anterior. Ao nível do balanço, o efeito da internacionalização também se fez notar com um aumento de 400 % no Ativo da empresa durante esse período.

Para fazer face a este aumento dos seus ativos, a empresa necessitou de se financiar convenientemente. Para isso, aumentou os seus capitais próprios, através de novas entradas dos acionistas e retenção de resultados, bem como, recorreu a financiamentos externos através de empréstimos. Devido ao elevado crescimento do ativo, o retorno sobre o investimento (ROI) e a rentabilidade dos capitais próprios (RCP) ainda não apresentam valores muito significativos, esperando-se nos próximos anos recuperar os investimentos até agora realizados. Quanto às fontes de financiamento, verificámos um incremento do passivo, o que é natural face aos investimentos associados ao crescimento, levando à diminuição do rácio de cobertura dos encargos financeiros.

Apresentamos de seguida os indicadores económicos e financeiros expressos em EUR.

Quadro nº 1- Evolução Económica e Financeira - TECNOLÓGICA

Indicadores	3º ano pós-internacionalização	2º ano pós-internacionalização	1º ano pós-internacionalização
Evolução Económica			
Volume Negócios	10.438.298	14.307.536	14.230.419
Resultados Operacionais	1.942.371	2.045.047	1.742.071
Resultados Líquidos	1.430.757	1.338.694	1.742.071
Valor Acrescentado Bruto	9.212.984	9.374.317	7.901.783
ROI	5,1%	5,4%	17,7%
RCP	13,2%	18,4%	22,3%
Evolução Financeira			
Ativo	28.085.827	24.884.490	9.868.099
Capitais Próprios	10.858.700	7.257.956	4.555.509
Passivo	17.227.126	17.586.534	5.312.590
Autonomia Financeira	38,66%	29,21%	44,16%
Cobertura Encargos Financeiros	3,94	11,88	11,46

O nível de internacionalização da empresa está numa etapa bastante avançada, sendo que a sua filial angolana já ultrapassou em grande escala a empresa mãe portuguesa. No terceiro ano após a internacionalização do grupo, a empresa angolana já contava com 370 colaboradores, tendo o seu volume de negócios ultrapassado os 52 milhões de USD, o que equivale a 36,1 milhões de EUR (câmbio EUR/USD 1,44 nessa data). É de realçar que, do volume de negócios registado na empresa portuguesa, apenas 28% são faturados a clientes nacionais, enquanto que os restantes 72% representam exportações para fora do país, regra geral para Angola.

Os últimos três anos da TECNOLÓGICA Angola têm comprovado o sucesso da internacionalização. Embora os indicadores de rentabilidade apresentem evolução positiva, a autonomia financeira ainda é reduzida devido à história recente da empresa e ao facto de ainda não existirem muitos resultados acumulados.

De seguida apresentamos diversos indicadores económicos e financeiros, expressos em USD.

Quadro nº 2- Evolução Económica e Financeira - TECNOLÓGICA Angola

Indicadores	3º ano pós-internacionalização	2º ano pós-internacionalização	1º ano pós-internacionalização
Evolução Económica			
Volume Negócios	52.000.000	53.000.000	37.000.000
Resultados Operacionais	3.400.000	2.300.000	1.100.000
Resultados Líquidos	1.600.000	800.000	700.000
Valor Acrescentado Bruto	13.700.000	12.900.000	6.770.000
ROI	8,12%	4,29%	3,07%
RCP	20,0%	12,1%	36,8%
Evolução Financeira			
Ativo	70.000.000	55.000.000	40.000.000
Capitais Próprios	8.000.000	6.700.000	1.800.000
Passivo	62.000.000	48.300.000	38.200.000
Autonomia Financeira	11,27%	12,02%	4,59%
Cobertura Encargos Financeiros	3,24	1,99	3,56

6. CARACTERIZAÇÃO DAS ACTIVIDADES EM MOEDA ESTRANGEIRA

Relativamente às operações comerciais em Portugal, existe um volume de compras de mercadorias e de serviços externos, em moeda estrangeira, inferior a 10% do volume total das compras. As moedas em causa são USD e GBP, sendo os prazos médios de pagamento de 60 dias. O restante volume de compras é em EUR. As vendas da empresa são expressas em EUR e têm um prazo de recebimento médio muito alargado, devido aos atrasos de pagamento por parte do mercado angolano que representa cerca de 70% do volume de negócios. Os salários são totalmente expressos em EUR.

Quanto às operações financeiras, a empresa detém empréstimos de longo e curto-prazo em EUR. A empresa contraiu também um empréstimo de curto-prazo em USD, através de conta corrente caucionada, com pagamento de juros trimestrais a uma taxa indexada. Quanto a aplicações, são normalmente em EUR, sendo que já têm sido efetuadas também em USD.

Relativamente às operações comerciais na filial angolana, existem contratos de serviços externos tanto em USD como na moeda nacional AOA (Kuanza). As compras de matérias-primas e mercadorias, em território nacional, são efetuadas normalmente em AOA, ao passo que as importações poderão ser em EUR ou ZAR (Rand Sul Africano). Os prazos médios de pagamento são de 60 dias, contra um prazo superior a um ano nos recebimentos, devido aos atrasos do governo angolano. No que se refere às vendas da empresa, esta fatura e recebe em AOA, sendo que por vezes os recebimentos acontecem em USD (cerca de 5%). No caso dos grandes projetos efetuados para o estado de Angola, o valor das propostas são expressos em USD mas contratados e recebidos em AOA. Existe uma cláusula que limita as perdas e os ganhos resultantes de variações da taxa de câmbio USD/AOA superiores a 3%. No entanto, como se tratam de valores muito elevados, as perdas em valores absolutos podem ser relevantes.

Os vencimentos são fixados em USD e pagos em AOA. Estão acordados também limites máximos e mínimos para a taxa de câmbio USD/AOA a aplicar no final de cada mês, limitando assim as perdas da empresa ou do funcionário no caso de maiores oscilações na taxa de câmbio. No caso dos trabalhadores portugueses com contrato com a filial angolana, estes recebem o salário em EUR.

Quanto às operações financeiras, existem financiamentos externos contratados em USD no valor 2.500.000 USD, que se vencem num prazo inferior a 5 anos, a taxa variável, com periodicidade trimestral, representando cerca de 80% do valor total de financiamentos. Quanto a aplicações, apenas existem em AOA.

Ao analisar as operações comerciais e financeiras das empresas nos diferentes mercados onde atua, podemos verificar alguma complexidade na sua gestão, uma vez que existem transações em diversas divisas, podendo-se concluir que o grupo empresarial está exposto ao risco cambial.

7. EXPOSIÇÃO AO RISCO CAMBIAL

De acordo com os tipos de risco cambial abordados, a empresa pode ficar sujeita a três riscos: risco de conversão, transação e económico. O risco de conversão está presente nas operações cambiais registadas na contabilidade, derivadas das operações comerciais realizadas, bem como, no momento de consolidação das contas da filial angolana na empresa mãe portuguesa. Apesar dos excelentes resultados obtidos, se a cotação da divisa angolana tiver sofrido uma forte desvalorização face à moeda europeia utilizada em Portugal, o valor consolidado do grupo poderá ser gravemente afetado.

O risco de transação está presente nestas empresas no momento dos fluxos de tesouraria, quer sejam eles positivos ou negativos. Sempre que exista um pagamento ou recebimento em moeda estrangeira, em prazo posterior ao da compra/venda, a empresa está sujeita a este tipo de risco. Na empresa-mãe não existem atualmente recebimentos em moeda estrangeira, apenas compras em USD ou GBP, havendo um risco associado uma vez que na data de vencimento das faturas, poderá ter havido uma valorização das divisas, aumentando o valor pago pelos bens.

Este risco está bem mais presente na filial angolana, uma vez que no país é corrente a utilização de duas moedas em simultâneo (AOA e USD). No caso dos salários, todos os meses a empresa se depara com oscilações entre o câmbio USD/AOA que lhe alteram o valor a pagar, uma vez que o pagamento é feito numa divisa diferente à contratada. No caso de obrigações de pagamento de mercadorias ou serviços contratados em USD e devido à falta de liquidez da divisa, normalmente os pagamentos são efetuados em AOA incorrendo uma vez mais a empresa ao risco do câmbio em vigor. A maior parte das importações de serviços e compras são feitas em EUR, implicando um risco enorme devido aos montantes avultados. No caso dos grandes projetos com o estado angolano, os cálculos relativos às propostas são efetuados em USD. No entanto, os fluxos financeiros são em AOA, ficando novamente a empresa sujeita ao risco cambial. Face aos valores elevados dos projetos, tais como o Registo Eleitoral Angolano ou o Campeonato Africano da Nações, 50 e 23 Milhões de USD, respetivamente, uma pequena oscilação no câmbio entre as duas moedas pode levar a perdas elevadas, comprometendo a empresa.

Consequentemente, a médio e longo prazo, estes acontecimentos, a par dos atrasos nos recebimentos, podem levar à redução da capacidade competitiva da empresa expondo-a ao risco económico. Este tem impacto essencialmente através da influência das variações das cotações das divisas nos *cash-flows* a médio e longo prazo, diminuindo a capacidade competitiva do grupo empresarial. A oscilação das divisas pode levar à diminuição das margens de lucro da empresa, através da redução dos preços praticados ou do encarecimento dos fatores de produção. Neste caso em particular, o grupo empresarial é também penalizado por via dos atrasos nos recebimentos do seu principal cliente, levando-o a procurar fontes de financiamento remuneradas, que lhe pressionam a tesouraria e os resultados por via de maiores custos financeiros, podendo a médio prazo afetar a sua capacidade financeira.

8. DIFERENÇAS CAMBIAIS REGISTADAS

De seguida apresentamos as diferenças cambiais constantes nos registos contabilísticos de ambas as empresas nos últimos três anos. Relativamente à empresa-mãe estas dizem respeito na sua grande maioria à utilização de contas correntes caucionadas em USD.

Quadro nº 3- Diferenças Cambiais - TECNOLÓGICA

DIFERENÇAS CAMBIAIS	3º ano pós-internacionalização	2º ano pós-internacionalização	1º ano pós-internacionalização
Favoráveis (EUR)	629.128	133.771	349.415
Desfavoráveis (EUR)	641.117	42.320	219.845
Resultado (EUR)	-11.989	91.451	129.570

No caso da TECNOLÓGICA Angola a grande maioria das diferenças cambiais estão associadas aos pagamentos a fornecedores, que em virtude dos sucessivos atrasos nos recebimentos do estado angolano levam ao aumento dos prazos de pagamento, ficando a empresa mais sujeita às oscilações cambiais. É também de realçar as diferenças cambiais associadas ao pagamento de salários e aos recebimentos dos grandes projetos do Estado angolano, em virtude de terem valores de referência expressos em USD. Finalmente, há ainda a referir as diferenças provocadas pelos pagamentos dos empréstimos em USD que têm um peso considerável no total de financiamentos negociados.

Quadro nº 4- Diferenças Cambiais – TECNOLÓGICA Angola

DIFERENÇAS CAMBIAIS	3º ano pós-internacionalização	2º ano pós-internacionalização	1º ano pós-internacionalização
Favoráveis (AOA)	155.836.470	200.383.135	60.839.754
Desfavoráveis (AOA)	101.401.260	249.675.588	48.401.088
Resultado (AOA)	54.435.210	-49.292.453	12.438.666
Conversão para EUR			
Favoráveis (EUR)	1.208.035	1.553.358	471.626
Desfavoráveis (EUR)	786.056	1.935.470	375.202
Resultado (EUR)	421.979	-382.112	96.424

9. TÉCNICAS UTILIZADAS PARA COBRIR O RISCO CAMBIAL

Relativamente a técnicas internas, as empresas praticam o pagamento adiantado nas importações, quando têm disponibilidade de tesouraria, face a eventuais expectativas de valorização das divisas. Praticam ainda a técnica de compensação, caso existam valores a pagar e a receber na mesma moeda. Quanto a técnicas externas, nunca foram utilizadas.

10. PROPOSTA DE MODELO DE GESTÃO DO RISCO NO COMÉRCIO INTERNACIONAL

No que respeita ao risco associado ao país e, de acordo com a análise anterior, o que mais pode penalizar o grupo empresarial é o risco de crédito. Esta deverá diversificar o tipo de cliente, uma vez que está muito dependente do governo angolano como seu principal cliente, o que lhe tem valido alguns problemas de atrasos nos pagamentos, afetando a situação de tesouraria. Nesse sentido, a empresa deverá ampliar o leque de clientes para a administração local e para o sector empresarial angolano. No entanto poderá atenuar este tipo de risco através da adesão de serviços de seguros de crédito, *factoring* internacional, crédito documentário ou *forfaiting*. Instituições, tais como a *Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur* - COFACE ou a Companhia de Seguro de Créditos - COSEC, dispõem de instrumentos financeiros onde assumem a responsabilidade de créditos internacionais, reduzindo ou eliminando o risco nas empresas exportadoras. Em simultâneo, para países com economias emergentes, instituições tais como Banco Mundial, Banco Africano de Desenvolvimento e Banco de Fomento de Angola, de forma a salvaguardar o investimento português no mercado angolano, assumem total ou parcialmente o risco de incumprimento dos governos e de empresas com participações públicas. Apesar de onerosos (dependem do risco e dos montantes envolvidos na operação), os custos deste tipo de seguros são preferíveis aos custos de financiamento associados ao não recebimento dos clientes.

Relativamente à empresa-mãe, dentro das técnicas internas de cobertura do risco cambial e uma vez que a empresa faz importações em USD e GBP, está poderá antecipar os pagamentos sempre que se preveja a valorização das moedas de faturação. Esta técnica requer algum esforço de tesouraria e apenas é possível a sua execução, caso exista disponibilidade financeira no momento da compra ou contratação do serviço. A empresa poderá também, criar uma carteira de fornecedores, para os mesmos produtos e serviços, que

utilizem diferentes moedas de faturação. Consoante sejam previstas desvalorizações das moedas estrangeiras, são escolhidos os fornecedores a contactar, permitindo beneficiar de diferenças de câmbio favoráveis.

Uma vez que a empresa não exporta em divisas estrangeiras, não é possível utilizar as técnicas de compensação e *matching*, já que os *cash-flows* de divisas são apenas de saída e nunca de entrada. Pelo mesmo motivo, não são também aplicáveis as arbitragens de posições a prazo, adiantamentos de divisas e ações sobre o preço de venda. Devido ao poder de negociação dos fornecedores, torna-se difícil a escolha da moeda de faturação, tal como a diversificação de divisas e a realização de ações sobre o passivo, através da alteração dos prazos de pagamento.

Nas técnicas externas de cobertura, e em virtude de serem pouco flexíveis e pouco disponíveis em Portugal, os contratos de futuros não são aconselhados para a cobertura do risco cambial para esta empresa. Uma vez que as importações em moeda estrangeira não representam um valor muito significativo no total das compras, esta não tem necessidade em contrair empréstimos em moeda estrangeira para fazer face aos pagamentos, logo o *swap* de divisas não é também uma técnica aplicável.

A empresa poderá então utilizar contratos *forward* de modo a assegurar o câmbio futuro. Deste modo, a título de exemplo, para a importação de *software* no valor de 100.000 USD, a pagar num prazo de 90 dias, contratando um *forward* a três meses com um câmbio EUR/USD de 1,30, a empresa estará protegida perante potenciais valorizações da divisa estrangeira, garantindo o contravalor em moeda nacional de 76.923 EUR. Apesar de não ser possível aproveitar oscilações favoráveis do câmbio EUR/USD (eventuais desvalorizações do USD), esta pode antecipadamente saber quanto iria necessitar no futuro, controlando melhor a sua tesouraria.

Para uma situação idêntica à anterior, a empresa poderá também adquirir contratos de opções nas instituições financeiras nacionais. Neste caso em particular, para garantir uma taxa de câmbio para a importação de *software* de 100.000 USD, a empresa irá ser compradora de uma opção de venda, passando a deter a opção de vender EUR, ou seja, comprar USD, por exemplo, a um câmbio EUR/USD de 1,30, pagando assim um prémio de 1,5%, valor normalmente exigido pelos bancos (neste caso 1.154 EUR). Ao fim dos 90 dias, poderão existir dois cenários: o câmbio EUR/USD à vista desce, por exemplo para 1,25 e a empresa exerce a sua opção, comprando os USD por 76.923 EUR mais o prémio pago de 1.154 EUR, ou seja, obterá um ganho de 1.923 EUR face aos 80.000 EUR ($100.000/1,25$) que pagaria ao câmbio *spot*. Num cenário oposto, o câmbio à vista poderá subir, por exemplo, para 1,35. Neste caso, se a empresa não optar por exercer a opção, esta comprará no mercado à vista pelos 1,35, pagando 74.074 EUR mais o prémio pago de 1.154 EUR, obtendo um ganho de 2.849 EUR face à situação original (opção a 76.923 EUR mais o prémio de 1.154 EUR). No entanto é essencial comparar a evolução dos câmbios com os custos dos instrumentos, uma vez que poderão tornar-se onerosos face à possibilidade de não cobertura. Poderão ainda ser utilizados os cilindros e os *forwards plus*, que se assemelham aos produtos anteriores, mas com a possibilidade de beneficiar igualmente de oscilações da taxa de câmbio contrárias às previstas inicialmente.

Poderá também negociar descontos de pronto pagamento com fornecedores, para operações idênticas às anteriores, quando existe a previsibilidade da valorização das divisas estrangeiras. Supondo que o câmbio *forward* EUR/USD a três meses é de 1,30, que o câmbio à vista é de 1,35 e que o custo de financiamento desse período é de 5% (prossupondo que teria que se endividar), o desconto de pronto pagamento que o fornecedor terá de fazer, a partir do qual seria proveitoso para a empresa pagar antecipadamente seria: $100.000/1,35 \times 1,05 \times (1-d) = 100.000/1,30 \Rightarrow d = 1\%$.

Relativamente à filial angolana, porque tem com maior frequência operações em moeda estrangeira no ciclo normal da atividade, propomos em primeiro lugar a elaboração de um mapa de controlo/orçamento, onde serão registadas todas as operações em moeda estrangeira verificadas, o valor espectável da operação, o seu valor real verificado e, por fim, o resultado obtido. Com este mapa serão observadas as origens das diferenças cambiais positivas e negativas, servindo de ponto e partida para a sua gestão. Segue de seguida um exemplo de mapa que pode ser utilizado.

Quadro nº 5 - Mapa de Controlo de operações em moeda estrangeira

Data	Operação em moeda estrangeira	Valor espectável	Valor real	Resultado
dd-mm-aa	Pagamento X	(A)	(B)	(A-B)
dd-mm-aa	Recebimento Y	(A)	(B)	(B-A)
15-04-2011	Exemplo: Pag. Fornecedor (5.000 USD)	45.000 AOA	50.000 AOA	-5.000 AOA
25-08-2011	Exemplo: Pag. Salário Colaborador (3.000 EUR)	33.000 AOA	32.000 AOA	1.000 AOA
20-12-2011	Exemplo: Rec. Cliente (100.000 USD)	9.000.000 AOA	8.500.000 AOA	-500.000 AOA
	Total			-504.000 AOA

Uma vez que a empresa importa em USD, EUR e ZAR, esta poderá utilizar, como técnica interna de cobertura do risco cambial, o pagamento antecipado, caso exista disponibilidade de tesouraria, sempre que se preveja a valorização das divisas estrangeiras faturadas pelos fornecedores. A empresa poderá também ter várias opções de fornecedores com diferentes moedas de faturação, escolhendo-os consoante se prevejam desvalorizações das divisas estrangeiras utilizadas por estes e, evitando os fornecedores que faturem numa moeda em que estejam previstas valorizações.

Em virtude de que a empresa também tem recebimentos em USD, esta poderá utilizar a técnica da compensação e de *matching*, anulando os valores recebidos com os valores a pagar nesta divisa. No caso da contratação salarial que é feita em USD, sugere-se que se passe a usar o AOA como moeda de referência, evitando o risco cambial, uma vez que os trabalhadores são pagos em AOA e se prevê a valorização da moeda americana (BPI, 2013). Visto que os contratos com o estado angolano têm por base USD, mas são pagos em AOA, a empresa deverá efetuar as propostas, tal como os seus cálculos, também em AOA, ao invés de USD. Assim o valor recebido será exatamente igual ao valor da proposta efetuada, sabendo antecipadamente o valor a receber no futuro. Em alternativa poderá eventualmente fazer ajustes nos preços de venda consoante se perspetivem valorizações/desvalorizações do USD, ficando clausulado no contrato esta situação. Assim, garante-se que o valor final é exatamente o mesmo que estava negociado inicialmente, não havendo prejuízos de ambas as partes. Por exemplo, num contrato de 50 milhões de USD, caso o câmbio USD/AOA valorize 10%, o valor do contrato poderá descer na mesma proporção. Em sentido inverso, se o câmbio desvalorizar, o valor do contrato aumenta na mesma proporção.

Uma vez que o principal cliente é o estado angolano, torna-se difícil a escolha da moeda de faturação ou a diversificação de divisas, pois este tem um poder negocial bastante elevado. A arbitragem de posições a prazo e o adiantamento de divisas, também se tornam difíceis de executar, uma vez que existe sempre uma grande imprevisibilidade nos prazos de recebimento por parte do principal cliente – o estado. Por outro lado, mesmo que não seja possível qualquer negociação com o governo, os financiamentos bancários em USD, poderão compensar eventualmente as perdas cambiais resultantes das prestações de serviços.

Como técnicas externas, a empresa poderá, tal como sugerido para a casa-mãe, recorrer à negociação de descontos de pronto pagamento com fornecedores para as aquisições, caso se preveja uma valorização da moeda estrangeira faturada, considerando sempre o custo de financiamento. Visto que ainda não estão acessíveis em Angola, os instrumentos financeiros para a cobertura do risco, a empresa deverá ser mais rigorosa na utilização das técnicas internas de cobertura e nas técnicas externas disponíveis.

O fato da TECNOLÓGICA ser um dos principais fornecedores da TECNOLÓGICA Angola, pode permitir alguma flexibilidade na gestão do risco cambial e da taxa de juro através da aplicação da técnica de *leading and lagging* entre as duas empresas, com o objetivo de influenciar a negociação dos prazos de pagamento e recebimento e de aproveitar as diferenças cambiais para condicionar os resultados de ambas. Assim esta poderá ser uma técnica a explorar tanto na gestão dos resultados, como na circulação de liquidez em ambas as empresas.

De seguida, apresentamos um quadro com o resumo das técnicas sugeridas, tendo em consideração as operações realizadas em moeda estrangeira.

Quadro nº 6 – Resumo das técnicas sugeridas

Empresa	Tipo de operação	Operação	Divisa	Tipo de técnica	Técnica sugerida
TECNOLÓGICA	Passiva (Pagamentos)	Importações	USD e GBP	Interna	Pagamento antecipado Seleção do fornecedor consoante moeda de faturação
				Externa	<i>Forward</i> Opções; Cilindro; <i>Forward plus</i> Descontos de pronto pagamento
		Empréstimos de curto prazo (Conta caucionada)	USD	Externa	<i>Forward</i> Opções; Cilindro; <i>Forward plus</i>
TECNOLÓGICA Angola	Passiva (Pagamentos)	Importações, compras em moeda estrangeira e salários	USD, EUR e ZAR	Interna	Pagamento antecipado Escolha moeda operação Compensação e <i>Matching</i> Ações sobre preços de venda Mapa Controlo
				Externa	Desconto pronto pagamento
	Ativa (Recebimentos)	Venda	USD	Interna	Compensação e <i>Matching</i> Mapa Controlo Ações sobre preços de venda
		Crédito concedido	USD	Interna	Diversificação de clientes
				Externa	Seguros e Créditos Documentários

11. O PAPEL DA DIVERSIFICAÇÃO DA INTERNACIONALIZAÇÃO NO CRESCIMENTO DO GRUPO EMPRESARIAL

A fim de continuar a garantir o crescimento sustentado da atividade, empresa pretende internacionalizar-se para novos mercados tais como Brasil, Cabo Verde, Guiné-Bissau, Marrocos, Tunísia e Argélia. Embora hajam diversos fatores que condicionam a decisão de internacionalização, tais como a atratividade do mercado (dimensão e crescimento do mercado, poder negocial, fornecedores e clientes, tipo de concorrentes, etc.) e capacidade competitiva da empresa para se implementar com sucesso nesses mercados (capacidade de diferenciação e liderança de custos), a minimização do risco passa também pela diversificação da atividade para mercados pouco correlacionados, de modo a criar o efeito de diversificação estudado por Markowitz (1952). Deve-se optar por mercados pouco ou negativamente correlacionados, sendo que quanto maior for o leque de mercados pouco correlacionados entre si, menor é o risco assumido, maximizando os lucros, no perfil de risco selecionado. A ideia base desta teoria é a baixa probabilidade que os restantes mercados sigam a mesma tendência de um mercado que se apresente em queda, evitando uma potencial quebra nos resultados totais.

Nesse sentido calculámos o coeficiente de correlação entre o crescimento do PIB dos diferentes mercados alvo da empresa, durante 24 anos (Banco Mundial, 2012), de modo a estudarmos a maior ou menor ligação entre as economias portuguesa e angolana, face às economias dos restantes países para onde o grupo está a estudar internacionalizar-se. Os coeficientes de correlação encontrados, são apresentados na tabela seguinte:

Quadro nº 7 – Correlações entre mercados

	ANGOLA	ARGELIA	BRASIL	CABO VERDE	GUINÉ-BISSAU	MARROCOS	PORTUGAL
ARGELIA	0,4934						
BRASIL	0,2446	-0,0461					
CABO VERDE	0,2715	0,2485	0,2126				
GUINÉ-BISSAU	-0,0426	-0,2853	0,0931	-0,0608			
MARROCOS	0,1961	0,0128	-0,0342	-0,0941	-0,1350		
PORTUGAL	0,1557	-0,0931	-0,1459	0,0313	0,0599	0,0199	
TUNISIA	0,1466	0,2159	-0,3648	-0,1539	0,1074	-0,1785	-0,0650

Através da análise dos coeficientes, é possível verificar que as oportunidades de diversificação são imensas, destacando-se várias relações negativas. O coeficiente mais alto é entre Angola e Argélia (ambos os países são produtores de recursos naturais), mas inferior a 50%. Por outro lado, verificámos que mercados de grande dimensão e com bastantes necessidades a nível de tecnologias de informação, tais como Brasil, Argélia e Marrocos, apresentam ciclos económicos muito pouco relacionados com os mercados onde a empresa esta atualmente presente. Assim, julgamos que fica evidenciado que a internacionalização para novos países com potencial económico é uma oportunidade para a empresa diversificar o risco dos seus negócios e continuar a crescer de forma sustentada.

CONCLUSÃO

A internacionalização é hoje em dia um requisito quase obrigatório para o sucesso empresarial. As empresas que não procuram alargar o seu negócio além-fronteiras, perdem a sua capacidade competitiva e, provavelmente, num futuro próximo terão muitas dificuldades para sobreviver. A entrada das empresas em novos mercados é, contudo, uma tarefa árdua e cheia de riscos. Os riscos no comércio internacional estão divididos em vários tipos, entre eles o risco do país, risco de crédito, risco de propriedade, risco cambial, risco das taxas de juro e risco do preço das mercadorias. Estes tipos de risco estão muito relacionados entre si e, é de vital importância para as empresas que pretendam atuar nos mercados internacionais, que estes sejam tidos em conta e geridos com o maior rigor possível, sob pena da sua capacidade competitiva diminuir e terem quebras nos resultados. O risco mais visado neste estudo foi o risco cambial e sobre ele apontámos as técnicas de cobertura existentes para a sua gestão e como se deverá fazer uso delas.

Posteriormente, procedemos ao estudo empírico do grupo económico português, que se encontra numa fase de internacionalização avançada, onde concluímos que o seu impacto foi bastante positivo no crescimento da organização, potenciando a sua estrutura, rendimentos e resultados. Verificámos a exposição da empresa face aos riscos do comércio internacional e realizámos uma proposta de modelo de gestão para a melhoria da cobertura dos riscos e otimização dos resultados futuros. Concluímos, também, que no mercado angolano, a empresa terá, principalmente, que basear a sua gestão em técnicas internas de cobertura, uma vez que os instrumentos financeiros ainda não estão acessíveis.

No entanto, observou-se que o risco que mais penaliza a empresa não é o risco cambial, uma vez que as diferenças cambiais favoráveis tendem a anular as desfavoráveis, mas sim o risco de crédito, por via nos atrasos nos pagamentos por parte do estado angolano, que é o seu principal cliente. Finalmente, outra conclusão deste estudo, é que a empresa poderá diminuir o risco através do efeito da diversificação da internacionalização, partindo em busca de outros mercados atrativos que pouco se correlacionem com os mercados angolano e português.

BIBLIOGRAFIA

- ABOR, J. (2005), Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms, ProQuest, ID 895972591.
- ALVES, M., Teixeira, N. e Rita, R. (2007), A gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento: um estudo de caso, XXI Congresso Anual AEDEM, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.
- BANCO MUNDIAL (2012), Dados económicos dos países, Disponível em 04/12/2012, em :www.worldbank.org/projects.
- BARANÃO, A. (2004), Métodos e Técnicas de Investigação em Gestão. Lisboa: Edições Sílabo.

- BASTARDO, C. (2011), *Gestão de Activos Financeiros-back To Basis*. Lisboa: Escolar Editora.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. (1973), *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. *Journal of Political Economy* 81 (3): 637–654.
- BOCZKO, A. (2005), *International Payment Risk*. *Financial Management*. Mar: 35-37.
- BPI (2013), *Relatório Angola – Março 2013*; disponível em 30/04/2013, em www.bpiinvestimentos.pt/Research/.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C., *Princípios de finanças empresariais*. 3a.Ed. Lisboa: McGraw-Hill.
- BRIGGS, P. (1998), *Principles of International Trade and Payments*. Oxford: Blacwell Publishers.
- CAMPBELL, T., KRACAW, W. (1993), *Financial risk management: fixed income and foreign exchange*, New York: HarperCollins Publishers.
- CAVAZOS, R.; BRUETT, T.; PEACHEY, J.; SCHNEIDER-MORETTO, L. e TULCHIN, D. (2005), *Five Strategies to Minimize Foreign Exchange Risk for Microfinance Institutions*, Progres Note, Seep Network, Washington.
- CAVAZOS, R. (2004), *Foreign Exchange Risk, Management in Microfinance, Financial Products and Services*, Occasional Paper, New York: Women's World Banking.
- DHANANI, A. (2004), *The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry*, ProQuest, ID 613489871.
- EITMAN, D., STONEHILL, A., and MOFFETT, M.. (2001) *Multinational Business Finance*, 9th edition, Addison-Wesley Longman, Inc.
- ISACSSON, B., KULLBER, T. e LASSON, R. (2003), *Motives for Choosing a Currency in International*.
- JOHANSON J., VAHLNE J. (1977), *The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments*. *Journal of International Business Studies*, 8: 23.
- MARKOWITZ, H. (1952), *Portfolio Selection*. *The Journal of Finance*. 7: 77-91.
- MATOS, J.(1992), *Finanças Internacionais*, Editorial Presença, Lisboa.
- MOTTA, F. (1998), *Teoria Geral da Administração*. São Paulo: Pioneira.
- NEVES, J. (2000), *Análise Financeira*, 12ª edição, Lisboa, Texto Editora.
- PEYNOT, D. (1987), *Gestion financière internationale des entreprises*. Paris: Montchrestien.
- PORFÍRIO, J. (2001), *Finanças Internacionais*. Lisboa: Universidade Aberta.
- PORFÍRIO, J. (2003), *Gestão Financeira Internacional*. Lisboa: Rei dos Livros.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFRFE, J. (1995), *Administração financeira*. São Paulo: Editora Atlas.
- RUPEIKA, A. (2005), *Nowadays Approach to Foreign Exchange Risk Management*. ProQuest, ID 912495161.
- SIMÕES, V. (1997), *Internacionalização das Empresas Portuguesas: Que papel para a cooperação?* Lisboa: Economia & Prospectiva.
- SMITHSON, C. (1998), *Managing financial risk*. New York: McGraw-Hill.